



ASSOGESTIONI

associazione del risparmio gestito

Roma, 23 giugno 2008

Spett.le
Banca d'Italia
Servizio VIF
Divisione Normativa
Via Milano, 64
00184 ROMA

Prot. 425/08

Anticipata a mezzo posta elettronica vif.normativa@bancaditalia.it

Osservazioni in merito al documento di consultazione relativo alla revisione della disciplina secondaria in materia di gestione collettiva del risparmio

Nel rispondere all'invito di codesta Autorità di Vigilanza a formulare osservazioni in merito al documento di consultazione in oggetto, la Assogestioni intende anzitutto ringraziare per l'opportunità offerta ed esprimere il proprio apprezzamento per la decisione di dare corso ad un atteso aggiornamento della disciplina dettata dal Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio del 14 aprile 2005 (di seguito Regolamento) in materia di investimenti ammissibili e uso di strumenti derivati.

Le modifiche prospettate toccano molti dei punti determinanti il livello di competitività e di innovazione di prodotto che una moderna disciplina dell'attività di *asset management* deve garantire. Tale considerazione suggerisce di ricercare, sotto il profilo comparativo, la massima uniformità con la disciplina e la prassi degli altri paesi *partner* dell'Unione Europea i cui fondi, in virtù del rispetto delle norme di armonizzazione, sono collocati sul mercato italiano e si trovano pertanto in diretta competizione con i prodotti gestiti dagli intermediari nazionali.

1. Con riferimento alla proposta di modifica dell'**articolato** del Titolo V, Capitolo III del Regolamento ("Attività di investimento: divieti e norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio") si trasmette in allegato un documento contenente nel dettaglio le modifiche che la scrivente Associazione intende suggerire per assicurare un fedele recepimento delle direttive comunitarie, in particolare per ciò che attiene questioni di notevole dettaglio tecnico e le cui ricadute operative sono della massima importanza.

Tra questi argomenti si segnala la possibilità riconosciuta agli OICR armonizzati di investire, per il tramite di strumenti finanziari derivati, anche su **indici di attività non eligible**. Sul punto le osservazioni formulate nell'allegato mirano a rendere



esplicita l'inclusione tra detti indici di quelli su *hedge fund* in coerenza con le linee guida dettate dal CESR sull'argomento (CESR/07-434) e a recepire nella sua interezza i peculiari requisiti di diversificazione che essi devono soddisfare.

La seconda importante innovazione apportata dalla Direttiva 2007/16/CE (Direttiva Eligible Assets) consiste nel pieno riconoscimento della possibilità di investire, a determinate condizioni in ordine alla *governance* e alla liquidità delle quote, anche in **fondi chiusi**. Sul tema si è voluto segnalare l'opportunità di prevedere in maniera esplicita la possibilità che tali fondi siano costituiti in forma contrattuale ovvero societaria/*unit trust*.

In relazione al prospettato recepimento di alcune delle raccomandazioni dettate dalla Commissione in materia di utilizzo di strumenti derivati da parte dei fondi armonizzati (2004/383/CE), si esprime apprezzamento per l'accoglimento della richiesta di prevedere una differenziazione dei metodi di calcolo dell'**esposizione complessiva in derivati** sulla base della classificazione degli OICR come "s sofisticati" oppure "non sofisticati".

Le stesse raccomandazioni, come ben noto, forniscono inoltre un quadro disciplinare innovativo per ciò che riguarda l'operatività in **posizioni short in derivati** regolati in contanti. Sul punto si reputa opportuno che codesta Autorità di Vigilanza, da un lato dia piena attuazione alle indicazioni della Commissione in materia di determinazione degli *strumenti* da considerare quali "copertura accettabile" di dette posizioni, dall'altro consenta anche alle SGR italiane di determinare il livello di "copertura" sulla base di una *metodologia* coerente con quella prescelta per la determinazione dell'esposizione complessiva.

2. Con riferimento all'allegato riguardante la **metodologia dei modelli interni** si rileva come le disposizioni in esso contenute appaiono sostanzialmente mutate, al di là di alcune integrazioni, dalla disciplina dei requisiti di patrimonializzazione per le banche relativi ai rischi di mercato. La trasposizione di tale normativa nell'ambito della regolamentazione che le SGR dovranno rispettare nella definizione dei propri modelli interni di gestione del rischio può generare, a parere della scrivente, alcune distorsioni, sia sotto il profilo dell'approccio disciplinare, sia sotto quello della portata applicativa.

Sotto il primo profilo, le indicazioni contenute nell'allegato in questione appaiono, in taluni casi, eccessivamente articolate e dettagliate, tanto sul piano organizzativo quanto su quello tecnico. A tale proposito, considerato il carattere di assoluta novità di tale disciplina, si suggerisce un approccio più graduale, caratterizzato da disposizioni di minor dettaglio e più orientate nel senso di una maggiore responsabilizzazione delle SGR in materia di organizzazione del proprio modello di *risk management*.

Tale suggerimento risulta rafforzato dal confronto con i minori livelli di dettaglio e prescrittività che caratterizzano sia le raccomandazioni della Commissione da cui



l'allegato trae ispirazione sia la disciplina di paesi quali il Lussemburgo e la Germania.

Sotto il profilo della relativa portata applicativa, la scrivente Associazione intravede il rischio che da una interpretazione eccessivamente rigida delle norme proposte possa derivare, nei fatti, una sostanziale impossibilità da parte delle SGR, comprese quelle più attrezzate in materia di modelli di *risk management*, di veder autorizzati, in tempi ragionevolmente brevi, i propri modelli interni per la misurazione del rischio della componente derivata dei portafogli gestiti.

Ciò premesso, la scrivente Associazione da un lato propone una serie di modifiche al testo in consultazione, dettagliate nell'allegato e orientate all'obiettivo di assicurare maggiore flessibilità alle SGR nel processo di costruzione dei propri modelli interni; dall'altro lato essa richiama l'attenzione di codesta Autorità di Vigilanza sull'opportunità di garantire che il processo di autorizzazione dei modelli interni (Sezione V) si svolga avendo come principale obiettivo il contemperamento delle esigenze della vigilanza con le necessità di innovazione, flessibilità operativa e contenimento dei costi delle Società di Gestione.

3. In relazione alla concreta possibilità che all'entrata in vigore delle modifiche poste in consultazione le SGR si trovino ad identificare tra i fondi gestiti i requisiti perché siano considerati fondi "sostanzialmente sofisticati", è opportuno prevedere un adeguato **regime transitorio** affinché le Società di Gestione abbiano il tempo di ottenere l'autorizzazione del proprio modello interno di valutazione del rischio senza dover interrompere l'operatività sui fondi più innovativi del proprio portafoglio prodotti.

4. Il **metodo degli impegni** costituisce ad oggi l'unico metodo per il calcolo dell'esposizione complessiva in derivati ed è presumibile che anche nel prossimo futuro una buona parte dei fondi continuerà ad essere gestito sotto questo regime. Risulta pertanto urgente, anche alla luce delle innovazioni in via di introduzione nell'ambito dei fondi più sofisticati, operare al fine di rendere meno onerose sotto il profilo amministrativo e più consone all'operatività tipica della gestione le regole dettate dall'Allegato V.3.1 in materia di calcolo degli impegni.

In particolare si intende qui richiamare l'attenzione su una serie di interventi di *fine tuning* della disciplina vigente che assicurerebbero all'approccio degli impegni un livello di flessibilità adeguato alle più ampie possibilità di investimento che discendono dalle prospettate modifiche regolamentari:

- compensazione tra strumenti finanziari derivati e/o operazioni di compravendita a termine: rimozione dei limiti al disallineamento delle scadenze delle posizioni compensabili (in analogia a quanto già previsto dalla disciplina lussemburghese);
- compensazione tra derivati e posizioni cash - *interest rate risk*: alleggerimento del vincolo di "stretta correlazione" tramite la cancellazione della previsione degli specifici parametri cui fare riferimento nel caso di titoli diversi dai consegnabili. Dovrebbe pertanto essere riconosciuta la possibilità



di compensare, ad es., posizioni corte su derivati su nozionali obbligazionari governativi con posizioni lunghe su obbligazioni di emittenti non governativi che, al netto del rischio di credito incorporato nelle seconde, risultassero esposte al medesimo rischio tasso. Analoghe possibilità dovrebbero essere riconosciute nel caso di posizioni lunghe su OICR;

- compensazione tra derivati e posizioni cash - *equity risk*: allargamento delle possibilità di compensazione a tutti i derivati (non solo ai “contratti *futures* standardizzati su indici di borsa”), rimozione del requisito che i titoli considerati partecipino al calcolo dell’indice, inclusione degli OICR tra i titoli “compensabili”.

5. Negli scorsi mesi di dicembre 2005 e settembre 2006 codesta Autorità di Vigilanza ha emanato due **comunicazioni** in risposta a quesiti riguardanti alcune disposizioni contenute nel Regolamento. Con riferimento alla prospettata modifica della disciplina si segnala l’opportunità, da un lato di intervenire sul testo regolamentare al fine di integrare le indicazioni a suo tempo fornite e ritenute ancora valide, dall’altro di specificare, in occasione dell’emanazione del provvedimento di modifica del Regolamento, quali delle vecchie indicazioni debbano ritenersi non più applicabili alla luce delle innovazioni apportate.

Nel rimanere a disposizione per qualsiasi chiarimento si rendesse necessario, si inviano distinti saluti.

Il Direttore Generale

All.: c.s